دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية
في التنمية الاقتصادية

أ/ حسان خبابة
كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية
قســم العلوم الاقتصادية
جامعــة سطيف

الملخص:

تمثل أسواق الأوراق المالية بالدول النامية عموما والدول العربية خصوصا أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية، بالشكل الذي يجعل أسواق رأس المال أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل طويل الأجل، من خلال الإقبال على اقتناء الأصول المالية، مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر أو إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد عنها، الأمر الذي يعزز آفاق النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

من هذا المنظور سوف تركز الدراسة على الأسواق الناشئة بصفة عامة، من حيث مفهومها، أهميتها، خصائصها. لننتقل في مرحلة ثانية إلى دور الأسواق العربية كجزء من الأسواق الناشئة في التنمية الاقتصادية من خلال الإحاطة بواقعها، والمعوقات التي تحد من نشاطها مع ذكر السبل الكفيلة بتعزيز مكانتها والقيام بدورها.

Résumé:

Stock markets are considered to be one of means capable of stimulating economic growth. Its positive effect consists in providing necessary liquidity for investment decision and development which makes capital markets more attractive to investors seeking long-run financing.
From investors point of view, investing on stock market gives the possibility of selling at any time and / or constructing a portfolio that yields higher return.

In this view, our study will be concentrating on the emerging markets in general, its conceptual framework, its importance and characteristics. Then, we will consider the role Arab stock markets are playing in economic development, barriers making it less active and exposing different ways enabling these markets to have sustainable place and being more effective.

I- مقـدمــة:

تشكل البورصات العربية آلية مهمة لتجميع الموارد المالية لدى الأطراف الاقتصادية، وتوجيهها نحو المؤسسات الاستثمارية. من خلال إقبال تلك الأطراف (أفراد، مؤسسات اقتصادية، مؤسسات مالية) على شراء (الاكتتاب) الأوراق المالية المصدرة أولا، ثم المتداولة في هذه الأسواق من أسهم وسندات وباقي الأدوات المالية المتعارف عليها في هذا الإطار. فوجود أسواق الأوراق المالية في هذه الدول من شأنه أن يلعب دورا مهما في الفترة المقبلة في تحسين أداء الجهاز المالي لهذه الدول من أجل تشجيع عملية جمع المدخرات المتناثرة وتجنيدها لخدمة التنمية الاقتصادية بها.

إن الاقتصاديات النامية بشكل عام، والاقتصاديات العربية بشكل خاص ميزها انخفاض الناتج الوطني وارتفاع مديونيتها الخارجية، هذه الأخيرة بلغ حجمها في الدول العربية في نهاية عام 2000 ما مقداره 144 مليار دولار أمريكي في الوقت الذي بلغت فيه الاستثمارات العربية بالخارج ما مقداره 1000 مليار دولار(1). إلى جانب ذلك عدم تحقيقها للتوازنات الكبرى لاسيما توازن ميزانياتها العمومية، فهي اقتصاديات توجهت نحو إنشاء قطاع عام عريض على حساب قطاع خاص ما ميزه (القطاع العام) ضعف أداءه وعدم توصله إلى النتائج التي وجد من أجلها. مما أثقل تلك الدول على الصعيدين الداخلي والخارجي من حيث تحمل عبء تمويل هذا القطاع، الأمر الذي دفع بكل البلدان العربية سعيا منها لمواجهة الآثار السلبية الناتجة عن الفترة السابقة إلى تبني برامج إصلاح شامل خاصة ما تعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية.

إن الوضعية السابقة جعلت جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية، عن طريق إنشاء أسواق الأوراق المالية بها، من هنا جاءت ضرورة الحديث عن أسواق الأوراق المالية بالدول العربية ومدى مساهمتها في إحداث تنمية اقتصادية. لما للموضوع من أهمية إستمدها من خلال الدور الهام الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في عمليه التمويل وإحداث تنمية، لما تشهده الاقتصاديات العالمية والعربية خصوصا من احتياجات ملحة للتمويل. في هذا السياق تهدف الدراسة بالأساس إلى تبيان العلاقة القائمة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في الدول العربية.

II -الأسواق الناشئة، مفهومها، وخصائصها العامة.

تجدر الإشارة هنا إلى نقطة هامة تتعلق بمسألة استخدام مصطلح الأسواق الناشئة (Emerging Markets)، فالمقصود بذلك ليس حداثة نشأة السوق وإنما يمكن أن نجد من الأسواق ما تأسس منذ زمن طويل وتندرج تحت هذا الإطار، كبورصة الهند التي تأسست عام 1875 وبورصة القاهرة التي تأسست عام 1904 (2) . غير أن التسمية تطلق على مجمل أسواق الأوراق المالية التي سجلت نشاطا ملحوظا في العشريتين الأخيرتين ابتداءا من سنة 1990.باعتبارها الفترة التي سجل فيها الاقتصاد العالمي والعربي بصفة خاصة الإقبال الكبير على تطبيق برامج خوصصة، لتحويل مشروعات القطاع العام إلى القطاع الخاص، وما تمارسه العملية من أثر في تنشيط أسواق الأوراق المالية بها.

تناول بالتعريف مجموع الدارسين لمفهوم سوق الأوراق المالية من حيث " كونها القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة، بما يساعد على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار"[3] كما تم تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة من حيث هي " مجموع الأسواق المتواجدة بالدول النامية، تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، ارتفاع تقلبات أسعارها، تمثل فرصا لتنويع الربح بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المتقدمة"(4) . فهي الآلية التي بموجبها يمكن تعبئة ونقل مدخرات المجتمع من عارضية إلى طالبية بما يخدم أغراض التنمية الاقتصادية، فوجود البورصة كسوق للتداول يعتمد في وجوده وتطور نشاطه على مدى فاعلية سوق الإصدار هذا الأخير يعتمد في وجوده واستمرار نشاطه على مدى فاعلية سوق التداول. وتهدف البورصة عموما إلى التسعير والتمويل كلما تفعّل نشاطها زاد نشاط الاستثمار بما يساهم في إحداث ديناميكية اقتصادية.

من هذا المنطلق " تعد البورصة مرآة تنعكس على الحالة الاقتصادية في البلاد، تمثل سوقا مثالية مستمرة، تكفل تحديد السعر العادل للسلع المتعامل فيها، وتعد مقياسا للحالة الاقتصادية، حيث توضح بصفة مستمرة مستويات الأسعار واتجاهاتها "(5) .لكن نرى أنه من الضروري الاشارة إلى أن الأسواق الناشئة سواء كانت في دول عربية أو في دول أخرى تتباين من حيث مستوى نشاطها باختلاف الظروف المحيطة بها، لكن رغم كل الاختلافات بينها نجد أن الأسواق الناشئة تشترك في بعض الخصائص التي نوجزها فيما يلي:

1- **ضيق السوق:** تتميز الأسواق الناشئة بضيقها سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بها مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي للدولة والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة (Taux de Capitalisation) ، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة بالبورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في دول مثل إفريقيا الجنوبية ويصل المعدل إلى 0.06 بدول مثل اندونيسيا، وما يمكن قوله أنه كلما اتصفت السوق بالضيق فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.

2-التركيز (Concentration): يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة بالبورصة يصل عددها إلى عشرة شركات، الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة. حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60%، بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تتعدى 20%.

3-التذبذب (Volatility): يقيس هذا المؤشر مدى تذبذب وعدم استقرار عائدات السوق، ويقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة مما جعلها أسواقا تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة، وقد سجلت هذه النسبة في بورصة البرازيل ما مقداره ثمانية مرات النسبة المسجلة في بورصة هولندا.

4-التطور السريع: تسجل الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة بها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقا تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج خوصصة واسعة، كان هدفها الأساسي تخليص الدولة ممّا تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لصالح شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة. في هذا الإطار يمكن ذكر بورصة عمّان للأوراق المالية التي شهدت قيد 109 شركة في فترة لا تزيد عن أربع سنوات من إنشائها (الفترة الممتدة من 1979 إلى 1983).

5-إفتقارها للتنظيم: تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة، كونها أسواقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميّزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يتوخى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسّن كفاءتها.

وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات، في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.

6- إرتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل الأسواق الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة. ففي دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين ثبت " باستعمال قاعدة بيانات تخص 24 سنة من نشاط بعض الأسواق الناشئة أن العائد على السهم فيها أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، وأن العائد على المحفظة يحقق نموا سنويا مقداره 1.5 % في السنة "[(7)] .الأمر الذي مكّن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج وجذب الرساميل الأجنبية لخدمة الاستثمار المحلي.

رغم الخصائص السابقة التي تميز معظم الأسواق الناشئة إلا أنها تبقى آلية مهمة يمكنها أن تلعب دورا أساسيا في التنمية الاقتصادية لتلك البلدان من خلال إحداث ديناميكية اقتصادية، من خلال جو المنافسة الذي يميز السوق في وجود قطاع خاص عريض ينصب هدفه على تحقيق وتعظيم الربح، ومن خلال زرع جو من الثقة بين طرفين أساسين على مستوى كل اقتصاد، مجموع المدخرين (عارضي الأموال) ومجموع المستثمرين (طالبي الأموال) بما يجعلها آلية فعالة في تجنيد الادخار المحلي وتوجيهه الوجهة الحسنة لتحقيق أكبر مردود ممكن. في هذا الصدد يرى البعض "أن فرص الاستثمار المباشر واسعة جدا في الأسواق الناشئة، وأن الأقطار النامية بحاجة إلى أحجام كبيرة من رؤوس الأموال لتمويل مشروعاتها أي أن هناك فجوة كبيرة بين الحاجة للأموال وعرضها[(8)] .ممثلة بذلك فرصة سانحة لتدفق رؤوس الأموال إليها، حيث وصل تدفقها إلى أسواق أمريكا اللاتينية ما يقارب 40 مليار دولار خلال عام 1991 [9] .

من هذا المنطلق تمارس الأسواق الناشئة دورا فاعلا في الدول النامية عموما والعربية خصوصا، كونها أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، وتشكل قوة دافعة لاقتصاديات الدول النامية. "وتشير الدراسات الميدانية المتاحة إلى أن زيادة السيولة في هذه الأسواق

تؤدي إلى رفع النمو الاقتصادي، وتعزيزه [10] .وفي دراسات أخرى ركزت على جانب السيولة في هذه الأسواق قسمتها حسب درجة سيولتها إلى أربعة مجموعات رئيسية[11].

1- تضم الفئة الأولى كافة الأسواق التي لازالت في مراحلها الأولى، كبورصة كينيا والمجر، تتسم بقلة عدد الشركات المقيدة بها، وانخفاض عدد الأسهم المتداولة فيها، إلى جانب انخفاض سيولة أوراقها المالية ،هذه الأخيرة تشهد في الغالب تقلبات كبيرة في أسعارها.

2- تنطوي الفئة الثانية على الأسواق التي تتميز أوراقها المالية بسيولة أكبر مقارنة بسابقتها وتتميز علي العموم بالتنوع بما يوفر للمستثمرين فرص تحقيق أرباح من خلال تكوين محافظ للأوراق المالية أكثر عائدا وأقل مخاطرة. أبرز الأسواق التي تندرج ضمن هذا الإطار نجد المغرب ومصر، والهند.

3- تتميز أسواق الفئة الثالثة بتحقيق قدر من الاستقرار في أسعار أوراقها المالية بالإضافة إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المقيدة ضمنها مقارنة بالفئتين السابقتين، ولعل أهم الأسواق في هذا الصدد نذكر الأرجنتين وماليزيا.

4- تضم الفئة الرابعة الأسواق الناشئة التي تحقق درجة كبيرة من النضج في نشاطها باعتبارها وصلت إلى تحقيق درجات عالية من السيولة، واتسامها بكبر حجم تعاملاتها، واتساع نطاقها، وتضم على الخصوص بورصة هونج كونج وتايوان وسنغافورة.

III- أسواق الأوراق المالية بالدول العربية والتنمية الاقتصادية.

إن إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية كان نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها وحتمت عليها تبني هذا النهج والسير فيه. خاصة الجانب المالي فيها، الذي لطالما وقف عاجزا أمام تحديات الاقتصاد الحديث، والحاجة الملحة والدائمة للمشروعات القائمة أو قيد الإنشاء للأموال اللازمة لأنشطتها المختلفة، مما وقف عائقا أمام أي توسع اقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية فيه، وأمام نمو وتطور السوق المالية خاصة السوق الثانوية منها. لقد أظهرت الدراسات في المجال أن أسواق الأوراق المالية تقدم مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة بدليل كبر حجم الإصدارات وعددها في السوق الأولى عبر بعض الأقطار العربية، بالإضافة إلى نمو حجم التداول في السوق الثانوي وبنسب عالية.

إن أغلب الدول النامية والدول العربية بصفة خاصة تطبق برامج تخصيص واسعة النطاق أوجدتها ظروفها الاقتصادية المتردية، من ثقل حجم مديونيتها الداخلية والخارجية، وعجز قطاعها العام عن أداء دوره في إحداث تنمية اقتصادية. الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى إنشاء مثل هذه الأسواق ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها.

في هذا السعي الحثيث نجد من البورصات العربية ما قطع أشواطا كبيرة في مجال التمويل كبورصة عمّان، وهناك من البورصات التي لا تزال جامدة تبرح مكانها كبورصة الجزائر التي لم تصل إلى يومنا هذا إلى أن تكون بورصة بالمعنى المتعارف عليه، وهي السمة التي ميزت أغلب البورصات الناشئة سواء كانت في دول عربية أو في دول أخرى، جعلت منها آلية معطلة لا تؤدي الدور المنوط بها لاعتبارات وعوامل تختلف من بلد لآخر.

لقد اختلفت البورصات العربية من حيث ظروف وتاريخ إنشائها، اختلفت من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، حجم التعاملات الجارية بها، وغيرها من السمات والخصائص التي ترتبط بأسواق الأوراق المالية. لذلك نجد أن صندوق النقد العربي الذي يسجل في قاعدة بياناته معلومات خاصة ببعض البورصات العربية يعرض معلومات مفصلة نوردها من خلال الجدول الموالي:

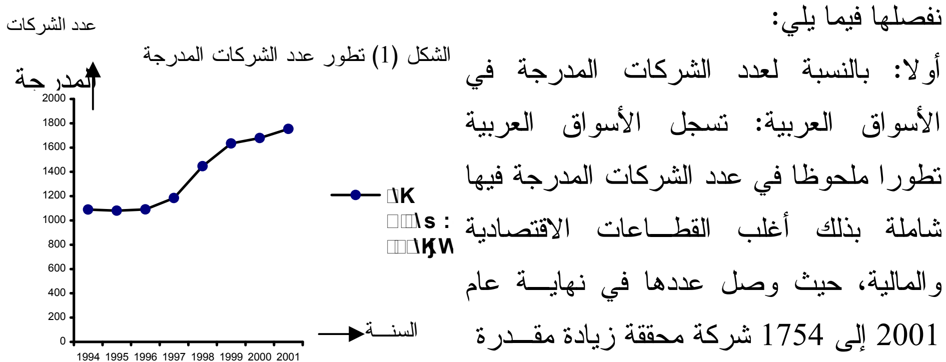
الجدول 1: عرض بيانات أسواق الأوراق المالية بالدول العربية لعام 2001.

الـــدولة	عدد الشركات المدرجة 2001	أحجام التداول (مليون دولار) 2001	القيمة السوقية (مليون دولار) 2001	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الاجمالي 2000	معدل دوران الأسهم %
الأردن	161	934,4	6,314.2	76	14,8
البحرين	42	250,4	6,601.3	96,5	3,8
السعودية	76	22,223.4	73,201.4	39,8	30,3
الكويت	88	11,711.2	9,030.8	55,8	43,9
المغرب	55	840,8	2,229.6	26	9,3
تونس	45	342,1	2,634.4	11	15,3
عمان	96	419,9	1,2483	21,5	15,9
لبنان	14	53,0	24,0	13	4,2
مصر	1110	5,912.9	5,308.6	26	24,3
الإمارات العربية المتحدة	43	378,0	21,866.6	0,6	1,7
قطـــــر	24	31	5,166.0	31,4	4,6
المجمـــوع	**1754**	**43,097.3**	**179,262.1**	/	**24**

المصدر: تم إعداد الجدول إستنادا إلى بيانات صندوق النقد العربي.

استنادا إلى بيانات الجدول السابق يمكن إبداء عدة ملاحظات تخص جوانب مختلفة نفصلها فيما يلي:

أولا: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية: تسجل الأسواق العربية تطورا ملحوظا في عدد الشركات المدرجة فيها شاملة بذلك أغلب القطـــاعات الاقتصادية والمالية، حيث وصل عددها في نهايـــة عام 2001 إلى 1754 شركة محققة زيادة مقـــدرة

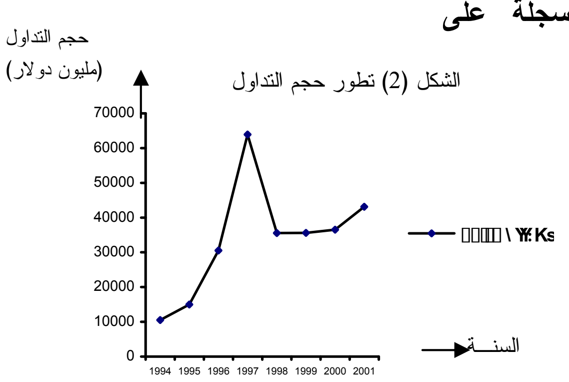


الشكل (1) تطور عدد الشركات المدرجة

بـــ 61% مقارنـــة بسنة 1994 (1089 شركة)، كما تسجل هذه الأسواق في الربع الأول من عام 2002 ما مقداره 1752 شركة[12] . بينما لو أخذنا الأسواق العربية منفردة للمسنا تطورا عاما في عدد الشركات المدرجة فيها ما عدا بعض الأسواق التي شهدت تراجعا في ذلك. في هذا السياق نجد أن السوق المصرية تنفرد بنسبة 63 % من إجمالي الشركات المدرجة في الأسواق العربية، تليها في ذلك سوق عمّان للأوراق المالية. بما يعكس حقيقة واحدة مفادها أن الأقطار العربية تشهد تحولات جذرية خاصة فيما يتعلق بطبيعة الملكية وتحولها من ملكية خاصة أو عامة (100%)إلى ملكية مختلطة، تتعدد فيها الأطراف المالكة لرأس المال. إلى جانب ابتعاد الأقطار العربية تدريجيا في ظل هذا التوجه عن أسلوب التمويل بالوساطة المالية إلى أسلوب التمويل باللاوساطة المالية.

ثانيا: بالنسبة لأحجام التداول المسجلة على مستوى الأسواق العربية.

في هذا الشأن نسجل ملاحظة هامة تتعلق بأهمية أحجام التداول في هذه الأسواق التي وصلت في نهاية عام 2001 إلى ما يزيد عن 43 مليار دولار أمريكي.

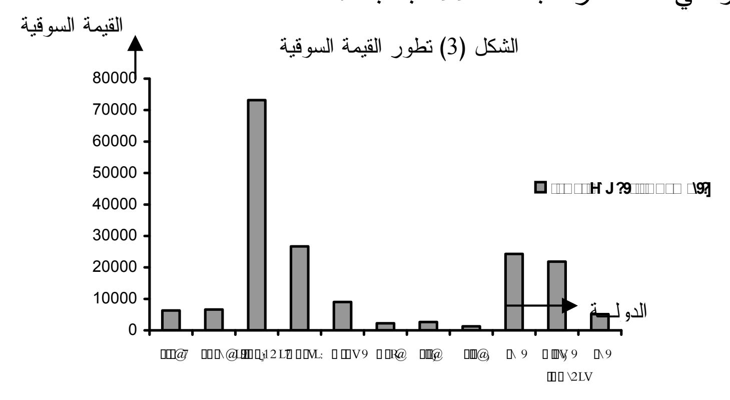


وهو المبلغ الذي سجل تطورا مدهشا بالمقارنـــة مع المستوى المسجل سنة 1994 وبزيادة كانت نسبتها400%، عاكسة بذلك التطور الذي أحرزته هذه الأسواق في فترة وجيزة من الزمن. بما يعني سيادة ثقافة استثمار جديدة سواء تعلق الأمر بمستثمرين محليين (عرب) أو تعلق بإقبال أكثر على الاستثمار في هذه الأسواق من قبل الأجانب. وتدعيما لرأينا في هذا المجال نذكر " أن ملكية الأجانب في القيمة السوقية الإجمالية لسوق عمّان تصل إلى 8% في نفس الوقت تسجل الأطراف الأجنبية تعاملات في السوق بنسبة 24% من إجمالي التداول في البورصة، شكلت فيها الأطراف الأجنبية من غير العرب ما نسبته 66%[13] ، وهو ما يعكس جاذبية هذه الأسواق للاستثمار.

رغم ذلك تبقى أحجام التداول في الأسواق العربية منخفضة مقارنة بما تسجله الأسواق الناشئة في هذا المجال وما سجلته أسواق أخرى كسوق الدانمارك التي حققت حجم تداول في الأسهم فقط بلغ 72.4 مليار دولار وسوق السويد بمبلغ 386.7 مليار دولار لعام 2001. في المقابل تسجل السوق السعودية حجم تداول بلغ 22 مليار دولار لعام 2001 منفردة بما نسبة 51.5% من إجمالي حجم التداول. مع وجود أسواق عربية أخرى لم تكن جزءا من هذه الدراسة مثل الجزائر التي وصل فيها حجم التداول لعام 2000 ما يقارب 9.6 مليون دولار[14] .

ثالثا: بالنسبة للقيمة السوقية للأسواق العربية.

وصلت القيمة السوقية للأسواق العربية في العام 2001 إلى مستوى 179.2 مليار دولار محققة نمـــوا في ذلك مقارنة بسنة 1994 بنسبة 247%.

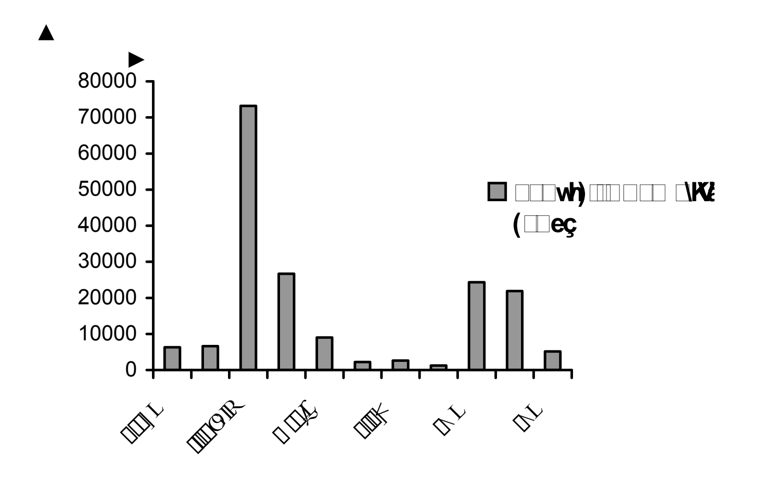


انفـــردت فيها السوق السعودية بنسبة 40% تليها في ذلك السوق المصرية بنسبة 13.5%. وتشير الإحصاءات المتوفرة إلى أن أغلب البورصات العربية سجلت نموا في قيمتها السوقية

عدا بعض الأسواق التي تعثرت كسوق لبنان نتيجة ظروف داخلية اقتصادية وسياسية.

رابعا: بالنسبة للأهمية النسبية للأسواق العربية في الاقتصاد.

تقاس بحساب نسبة القيمة السوقية (Market Capitalisation) إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي نسجل فيها عموما معدلات منخفضة على الصعيد العام للأقطار العربية، ونسجل نسبا متفاوتة في ذلك على صعيد الأسواق منفردة.



فبالنظر إلى مجموع هذه الأسواق نجد أن النسبة تقارب 30% في الوقت الذي تصل فيه على صعيد الأسواق المتقدمة إلى أكثر من 90%، حيث سجلت السوق الأمريكية 110% والسوق الفرنسية 106% [15]. بينما تسجل سوق البحرين أعلى نسبة بـــ 96.5% تتبعها الأردن، الكويت، السعودية، مصر والمغرب على التوالي 76%، 55.8% و39.8%، 26% وتسجل سوق الإمارات العربية المتحدة أدنى معدّل بـــ 0.6%. في الوقت الذي وصلت فيه هذه النسبة ببورصة الجزائر إلى حدود 0.01% كأدنى نسبة على الإطلاق مقارنة بمجموع الدول العربية على اعتبار أن بورصة فلسطين تحقق 13%.

خامسا: بالنسبة لمعدل دوران الأسهم (Turnover Ratio).

يبين هذا المؤشر مدى نشاط السوق وفعاليته ويتم حسابه من خلال نسبة حجم التداول في السوق إلى قيمته السوقية، إذ بلغ المعدل لدى الدول العربية 24% وتسجل الأسواق منفردة نسبا متفاوتة في ذلك. حيث سجلت سوق الكويت أعلى نسبة واعتبرت أكثر البورصات العربية نشاطا حيث بلغ معدل دوران الأسهم لها في عام 2001 حوالي 43.8% في الوقت الذي سجل فيه هذا المعدل حوالي 127% لعام 1997[16]، بينما تسجل باقي الأسواق كالسوق السعودية 30.3%، والسوق المصرية 24.3%، وسوق عمّان 14.8%.أما لو قارنا النسب السابقة بما تحققه باقي الأسواق على الصعيد العالمي لوجدناها ضعيفة جدا حيث بلغ المعدّل بالنسبة للأسواق الناشئة 157.4% والأسواق المتطورة 156.5%[17].

يبقى أن نشير في هذا السياق إلى أن الأسواق العربية تعاني من محدودية في الأدوات المالية المتداولة ويقتصر الأمر فقط على الأسهم دون السندات. بما حرم المستثمرين في

هذه الأسواق من إمكانية تنويع محافظهم المالية لتجنب المخاطر من جهة، وتعظيم عوا ئدهم من جهة أخرى، ناهيك عن غياب الأدوات المالية المتطورة في هذه الأسواق، التي تظل في نتائجها بعيدة عن المستوى المطلوب بالنظر إلى ما توصلت إليه الأسواق الناشئة في هذا المجال، بالشكل الذي جعلها تخدم أغراض التنمية الاقتصادية في الأقطار العربية بشكل محدود، في وجود طاقات ومؤهلات لدى هذه الدول تمكّنها من النهوض بأسواقها ودفع نشاطها أكثر حتى تكون قوة دافعة لاقتصادياتها وتجنيبها اللجوء إلى أساليب تمويل أكثر كلفة وأقل عائدا سواء تعلقت بمؤسسات مالية محلية أو أجنبية.

تعكس النتائج السابقة مدى قدرة الأسواق العربية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إن لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات، كالسوق السعودية وجمهورية مصر العربية، وسوق عمّان بالمملكة الأردنية. التي تسير نحو تطوير أساليب عملها سواء تعلق الأمر بالعمليات الداخلية (كفاءة داخلية) أو من خلال حث أسواق الإصدار بها على خلق أدوات مالية أخرى تكون موضوع تداول فيها. على اعتبار أن تطور ونمو سوق الأوراق المالية يعتبر بمثابة الحافز الحقيقي لنمو وتطور أسواق الإصدار بما يتيح لمجموع المستثمرين فرص تنويع مكونات محافظهم المالية. من هذا المنطلق نرى أن وجود مثل هذه الأسواق في الدول العربية يسهم في إحداث ديناميكية اقتصادية وبالتالي تحريك عجلة التنمية بها، وتبرز هذه المساهمة من خلال الأوجه التالية:

أولا: وجود هذه الأسواق يساهم في تعبئة الإدخارات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الاقتصادية لخدمة الاستثمار المحلي بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة تحقيق عوائد مجزية عن ذلك. ففي وجود آلية تمكّن المستثمرين من الانتقال من أعلى درجات السيولة إلى أدناها والعكس من ذلك تشجعهم على عدم الإقبال على الاحتفاظ بالنقود باعتبارها لا تدر ربحا في حد ذاتها.

بهذا الشكل يمكن للبورصة أن تحقق نموا سريعا مسهمة بذلك في رفع درجة سيولة الأوراق المالية المتداولة فيها، وقد أثبتت الدراسات الميدانية أن الدول التي تميزت أسواقها بسيولة مرتفعة حققت معدلات نمو أسرع من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة[18] .

ثانيا: يعتبر نشاط أسواق الأوراق المالية بالدول العربية، والأسواق عموما مؤشرا يعكس حقيقة النشاط الاقتصادي من حيث انتعاشه أو ركوده. ففي الحالات التي تشهد فيها الأسواق نموا متزايدا، وتكون أسعار أوراقها المالية تعكس حقيقة الشركات المصدرة لها، فإن الأمر يعتبر بمثابة حافز للمستثمرين من حيث توجههم للاستثمار في هذه الأسواق التي تعكس مدى كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة، بما يوجه الموارد المالية

للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الاقتصادية وسد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمات الاقتصادية.

ثالثا: وجود هذه الأسواق يساعد على استقطاب رؤوس الأموال العربية المستثمرة بالخارج أو المودعة في مصارف أجنبية، بغرض خدمة الاستثمار المحلي ومنه استغلال هذه الموارد الهامة داخل المنطقة العربية، مما سيدفع كثيرا عملية التنمية الاقتصادية في المنطقة، وتحقيق التوازن المالي بين أقطارها، حيث يشهد جزء منها عجزا ماليا كبيرا ويشهد جزءا آخر فائضا في ذلك. ففي غياب أسواق محلية توفر بدائل استثمارية متنوعة، تحقق عوائد مجزية فإن الفرصة ستكون مهيأة لهروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج.

رابعا: المساهمة في تخفيف الضغط على موازنات الدول العربية لا سيما ما تعلق بالمديونية الخارجية، ففي وجود فرصة استبدال ديون تلك الدول بمساهمات في بعض من شركاتها يمكن لهذه الدول تخفيف مشكلة مديونيتها الخارجية. وتكون بذلك مركز جذب لرؤوس الأموال الأجنبية بما ينشط أسواقها ويزيد من درجة سيولتها، على اعتبار أن المستثمرين الأجانب يمثلون أهم الأطراف على الإطلاق في جميع الأسواق الناشئة لما لها من خبرة في المجال.

خامسا: يمكن لهذه الأسواق أن تضطلع بمهمة التمويل باللاوساطة المالية كأسلوب حديث في التمويل، وبالتالي تحجيم دور المؤسسات المالية خاصة البنوك التجارية في القيام بالتمويل في آجاله الطويلة كأسلوب تقليدي في ذلك. فالعملية تنطوي في الواقع على توفير رؤوس أموال بالكمية، والتكلفة، والتوقيت المناسب لعملية الاستثمار وإتاحة خيارات تمويل واسعة أمام الشركات القائمة أو قيد التأسيس.

IV- معوقات أسواق الأوراق المالية بالدول العربية:

تواجه الأسواق العربية في القيام بدورها في التنمية الاقتصادية عدّة مقيدات تحد من نشاطها، هذا الأخير يكون في الغالب منقوصا لا يصل إلى المستوى المتعارف عليه سواء على صعيد الأسواق المتطورة أو على صعيد الأسواق الناشئة، حيث تسجل الدول العربية إلى اليوم عجزا في التمويل وأن الجزء الأكبر من الاحتياجات التمويلية خاصة ما تعلق بالمشاريع الجديدة يتم توفيره عبر المصارف المحلية، ولعل من أهم هذه المعوقات نذكر:

أولا: قصور التشريعات

تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها. فهناك من الأسواق التي لم

تشهد إلى اليوم صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة، فبعض الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التدوال واكتشاف أي خلل أو انحراف. كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية وتسريب معلومات أو إشاعات خاطئة. في هذا الإطار نجد أن العقوبات غير محددة بشكل قاطع على مثل تلك الممارسات وهي السمة التي تميز على وجه التحديد الأسواق الخليجية عموما19 .

ثانيا: محدودية الأدوات المالية.

يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على الأسهم دون السندات كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى تمويل طويل الأجل. في هذا السياق تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات يشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية، و22% في السوق المغربية و1% في السوق الأردنية خلال عام 2001 20 .في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبا عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدانمارك عشرة أضعاف نسبة تداول الأسهم في عام 2001 (686 مليار دولار للسندات مقابل 72.4 مليار دولار للأسهم).

ثالثا: محدودية نشاط أسواق الإصدار.

تعاني أسواق التداول بالدول العربية من ضآلة عدد وحجم الإصدارات سواء تعلقت بمشاريع قائمة أو قيد التأسيس بما يحرم السوق من تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، ويعزى الأمر في ذلك إلى توسع سيولة البنوك التجارية بالشكل الذي مكّنها من تغطية جزءا كبيرا من الاستثمارات من حيث التمويل طويل الأجل، كما يرجع الأمر إلى قلّة المؤسسات المالية المنظمة لعمليات الإصدار مثل بنوك الاستثمار التي توكل إليها مهمة صناعة الأسواق لما تملكه من الخبرات والقدرات المالية والبشرية القادرة على إنشاء المشاريع وتسعير إصدارها وضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.

رابعا: قصور أنظمة الإفصاح المالي.

رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن، إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي في الدول العربية غير مدققة وتبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأن مصداقيتها متفاوتة من سوق لآخر، وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية، والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية، بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وتفتح المجال واسعا أمام بعض

الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم.

V- فرص تطوير نشاط أسواق الأوراق المالية بالدول العربية.

في وجود العوائق والمقيدات السابقة تبقى السبل مفتوحة أمام الأسواق العربية في إحداث تطور من خلال تجاوز العراقيل السابقة وإيجاد حلول جذرية لها، ولعل النماذج الناجحة من الأسواق العالمية تمثل نهجا في ذلك يمكن الاقتداء به في إدخال إصلاحات جذرية على أسواقنا العربية، مع الأخذ بعين الاعتبار لواقعها والظروف المحيطة باقتصادياتها بما يعود على أسواقنا بالإيجاب وعدم تحمل سلبيات في ذلك. في هذا الصدد يمكن حصر جملة من الآفاق المفتوحة أمام الأسواق العربية من خلال الأوجه التالية:

أولا: تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

يعد توفير المناخ الاقتصادي المستقر عاملا أساسيا للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وقد أثبتت التجارب أن المستثمرين عادة ما يقبلون على تصفية استثماراتهم في الظروف التي يشوبها عدم الاستقرار، مما يتسبب في حالات العسر المالي للاقتصاد.

من الجوانب المهمة في هذا الإطار الحرص على المحافظة على الاستقرار في الموازنة العامة لما تلعبه من دور في إحداث استقرار اقتصادي، مالي، وتوفير المناخ الملائم للأنشطة الاستثمارية والتجارية. من هنا يجب على هذه الدول توخي الحذر والدقة المطلوبين في تبني أي من السياستان النقدية والمالية بما يخدم أغراض التنمية ولا يعيقها.

ثانيا: الرفع من سيولة الأدوات المالية.

لطالما ارتبطت معدلات التنمية المحققة في الواقع في علاقة طردية مع درجة سيولة أسواق الأوراق المالية، لذلك فمن أجل إحداث تنمية اقتصادية في الدول العربية على هذه الأخيرة تبني هذا الهدف والسعي لتحقيقه. لذلك من المهم هنا ذكر العوامل التي يمكنها أن تساهم في زيادة سيولة هذه الأسواق. وأبرزها على الإطلاق تفعيل برامج الخوصصة التي تبنتها هذه الدول وتقاعست على تنفيذها لما لعبته العملية من دور في تطوير أسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة وزيادة درجة سيولتها، فعلى سبيل الذكر نجد بورصة لندن سجلت زيادة في طاقتها بنسبة 700% في الفترة ما بين 1980 و1987 جرّاء عمليات الخوصصة الواسعة التي شهدتها المملكة المتحدة في تلك الفترة[21].

فالخطوات المتخذة في موضوع الخوصصة بالدول العربية لا تزال دون المستوى المطلوب وتستدعي بذل جهد أكبر من خلال التنازل عن أكبر جزء ممكن من ملكية الدولة إلى خواص بما يساهم في رفع القيمة السوقية للأسواق العربية. ويزيد من حجم التداول

فيها هذا من جهة، من جهة ثانية يمثل المستثمر الأجنبي عاملا أساسيا في زيادة سيولة أسواق الدول العربية من خلال تمكين التشريعات الصادرة بهذا الشأن المستثمر الأجنبي من تملّك أسهم الشركات المنشأة حديثا أو المحدثة بفعل برامج الخوصصة، لما لهذه الأطراف من دور في تفعيل نشاط التداول فمن المعروف " أن الأسواق الناشئة تستقطب على الدوام إهتمام المستثمرين الأجانب لما يحققونه فيها من عوائد مرتفعة مقارنة بما يحققونه على صعيد أسواق الدول المتقدمة [22] .

الخاتمـــة:

في ختام هذه الورقة نود أن نؤكد بأن وجود أسواق للأوراق المالية بالدول العربية غاية في الأهمية، لما لها من دور ريادي في خدمة التنمية المحلية، وما توفره من حجم وبدائل تمويل تمثل خيارات واسعة أمام المؤسسات الاقتصادية في إطلاق مشاريعها الاستثمارية. غير أن الواقع الحالي للأسواق العربية يستدعى تغييرا وعلى متخذي القرار فيها أخذ زمام المبادرة في علاج الوضعية بالنظر إلى ما تتوفر عليه المنطقة العربية من طاقات خاصة المالية منها، التي من شأنها أن تكون دفعة قوية لهذه الأسواق. في هذا السياق نورد جملة من الجوانب التي نراها إشكالات مطروحة على صعيد الأسواق العربية تستدعي حلا وتمثل في نفس الوقت نواة بحث لمن له علاقة بالمجال.

1- أن الأسواق العربية تعاني من ضيق في نشاطها بالنظر لعدد الشركات المدرجة فيها، بما أثر سلبا على حجم التداول فيها، وساهم في محدودية الأدوات المالية المتداولة في إطارها، مما جعلها أسواقا منقوصة السيولة، لا تحقق عمقها المالي. جوانب يمكن علاجها من خلال تفعيل برامج الخوصصة عبر هذه الأقطار وفتح المجال واسعا أمام الاستثمار الأجنبي فيها خاصة ما تعلق بجانب استبدال ديونها بمساهمات في شركاتها.

2- أن المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية غير مشجع في كثير من الأحيان بالنظر إلى قصور الأطر التشريعية المنظمة للعمل في هذه الأسواق، ولمستوى الحماية الذي توفره للمستثمرين فيها، خاصة جانب اللوائح والقوانين المتعلقة بالنشاطات اللاأخلاقية في السوق.

3- أن المعلومات التي توفرها الأسواق العربية تميل إلى الغموض وتبتعد عن الشفافية المطلوبة في ذلك، ولا تخدم المستثمر في غالبية الأحيان في اتخاذ قراراته الاستثمارية ويعود الأمر إما لغياب القوانين المنظمة لهذا الجانب، أو لابتعاد الجهات الملزمة بنشر معلوماتها عن استخدام معايير المحاسبة الدولية كما هو معمول به في الأسواق المتقدمة.

الهوامـــش:

1- يحي بن سعيد الجابري: تحرير الاستثمار ومتطلبات التطوير المنشود في الأسواق المالية العربية، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 263، أكتوبر 2002، ص 73.

2- أسواق الأوراق المالية بالدول العربية،تنظيمها، أدواتها، وأوضاع التعامل فيها:المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1985، ص 315.

3 –نفس المصدر، ص 327.

4- Christopher b. Barry : performance characteristics of Emerging markets, financial journal, vol 54, N°1, Jan –Fev 1998, P72.

5- محمود عسا ف: إدارة المنشآت المالية، مكتبة عين شمس، ص 361.

6- جبار محفوظ: البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية، رسالة دكتوراه، جامعة سطيف، 1997، لم تنشر، ص 170.

7- C .Mitchell Conover, Jerold R.Jensen, Robert R. Johnson : Emerging markets, when are they worth it?, financial analysts journal, vol 58, N° 2, March –April 2002, P86.

8- مجلة الدراسات المالية والمصرفية: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 3، العدد 3، سبتمبر 1995، ص 22.

9- نفس المصدر، ص 23.

10- طارق علي عامر: تطوير وتنمية أسواق رأس المال في الدول النامية وقدرات التمويل والاستثمار، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 8، العدد 2، يونيو 2002، ص 9.

11- Lu'ary Minwer Alremawi : Securities markets instruments globalisation and benefits to Emerging Economies, the Arab Bank review, Vol 3, n°2, October 2001, P 38.

12- مجلة الأعمال في دبي: المجلد الثاني، العدد 24، سبتمبر 2002، ص 58.

13- Bassem Saket : The Restructuring Of Jordan's Capital Markets Has Improved The Investment In Flows, The Arab Bank Review, Vol 2, N° 2, October 2000, P 5.

14- تم حساب حجم التداول بالاعتماد على نشريات بورصة الجزائر، مع تطبيق سعر صرف شهر سبتمبر 2000.

15- مجلة الاقتصاد والأعمال: السنة الرابعة والعشرون، عدد خاص بالمؤتمر السنوي الثامن للاستثمار وأسواق رأس المال بالدول العربية، ماي2002، ص .119
16- عبد الحليم إبراهيم محيسن: الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (نظرة عامة)، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 101، مارس 2002، ص .26
17-مجلة الاقتصاد و الأعمال: المصدر السابق، ص .120
18- روس ليفين: أسواق الأوراق المالية دفعة للنمو الاقتصادي، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1996، ص .7
19- عبد الحليم إبراهيم محيسن:المصدر السابق، ص .28
20- مجلة الاقتصاد والأعمال: المصدر السابق، ص .122
21- Peter young: Privatization around the glob, lessons for the regan administration, NCPA report N° 120, January 1986, P 3.
22- C Mitchell Conover: opcit, P 86.